

みずほマーケット・トピック(2022年1月27日)

## FOMC を終えて～いつまで株価を無視できるか～

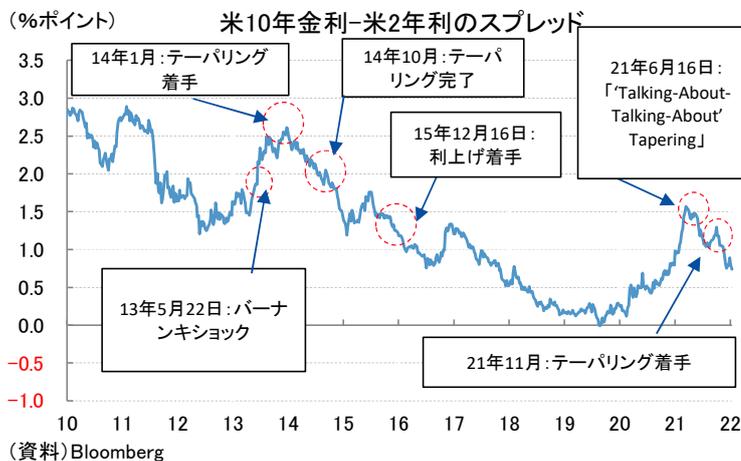
注目された FOMC は総じて「タカ派、薄まらず」という印象。結果、イールドカーブのフラットニングは一段と進んでいる。10年-2年スプレッドは 70bps 程度まで縮小しているが、これは 4 回の利上げが済んでいた 17 年 10～12 月期の平均と同程度。市場は当時とは比較にならないほど景気のオーバーキルを警戒中。確かに、株高が局所的な富の偏在を招いたという批判は事実であり、バイデン政権の意を汲むとみられるパウエル議長が手を緩める理由は無い。しかし、そうは言っても米国の家計金融資産の 40%程度は株式である。逆資産効果を無視し続けることは可能なのか。今後のポイントはやはりイールドカーブ。FOMC は株価の水準に特段の配慮を示していないが、カーブの形状は気にかけている。既に年内の利上げ織り込みは 5 回に接近するが、そこまでやれば高確率で年内に逆イールドが市場で取りざたされるだろう。その状況に至っても尚、FOMC メンバーが満場一致でタカ派姿勢を堅持できるだろうか。オーバーキルを懸念する声は次第に強まるはず。現時点で 4～5 回の利上げを当然視する風潮には賛同できない。

### ～タカ派色、薄まらず～

注目された FOMC は声明文に「it will soon be appropriate to raise the target range for the federal funds rate」との文言が挿入され、実質的に 3 月利上げが予告された格好となった。パウエル FRB 議長会見でも「3 月会合で利上げに適切な条件が整うと想定している」と明言している。もっとも、市場が注目しているのは利上げの有無ではなく幅であった。この点に関しては 3 月利上げに関し、25bps ではなく 50bps かどうかを質す記者は現れたが、「決めていない。前回の利上げ局面よりインフレは高く、労働市場は逼迫している」と返している。市場にとっては「50bps であることが否定されず」と受け止めた向きも多かったと言える。また、それ以外の質疑でも賃金や物価の騰勢を警戒する発言が繰り返され、「どちらかと言えばタカ派」との受け止めから株価は下がっている。注目されるバランスシートの縮小(いわゆる QT)

も、次回以降の FOMC で議論を深掘りしていくことが明言されている。順当に行けば 6 月ないし 7 月の FOMC で決断される公算が大きいだろう。

一方、ここに来て大荒れとなっている株式市場に対しては特段の配慮も示されることはなかった。総じて「タカ派、薄まらず」という印象は強く、米 10 年金利は 1.86%まで上昇し、カーブのフラットニングは一段と進んでいる。為替市場



では素直に米金利とドルの相互連関的な上昇が見られる。10年-2年スプレッドは70bps程度まで縮小しているが、これは既に4回の利上げが済んでいた2017年10~12月期の平均と同程度である。金融市場は当時とは比較にならないほど景気のオーバーキルを警戒している(前頁図)。

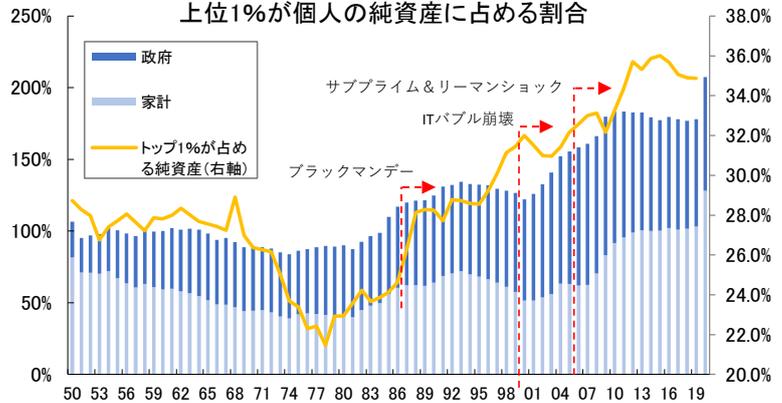
～株価を気にしないとしても限度がある～

なお、今週24日にはホワイトハウスのサキ大統領報道官が記者会見で「一つの指標にこだわることはない。前任者(のトランプ前大統領)と異なり、経済を判断する手段として株式市場を見ていない」と市場参加者を突き放すような発言をしたことが話題になった。真偽はさておき、パウエル議長は再任指名と引き換えにインフレファイターに転じたと見る向きは多く、再任された時期(11月中旬)と発言が急旋回し始めた時期(11月下旬)の並びを見る限り、信ぴょう性はある。仮に政治的な付度からタカ派姿勢を強めているのだとすれば、報道官が紹介したようなバイデン大統領の株価への姿勢はパウエル議長のそれにも重なるのだろう。しかし、その姿勢にも限度はあるだろう。

確かに、パンデミック下の株高が局所的な富の偏在を招いたという批判は事実であり、この構図は今回に限らず危機の度に強まってきた(右図・上)。富裕層に対する増税を掲げ、格差是正を謳いながら生まれたバイデン政権にとって、金融引き締めによって株価とインフレを抑制することは明らかに正義である。しかし、そうは言っても米国の家計金融資産の40%程度が株式という実情を踏まえると(※2021年7~9月期時点で家計の直接・間接保有分を合計)、株価下落と逆資産効果の関係を無視し続けるのも困難に思える。ここまで米消費者マインド指数は株価に連動せず(右図・下)、インフレと共に悪化してきたが、今後、株価下落の影響が混入してくる可能性はないのか。歴史的に株価と消費者心理は正の相関関係があることを蔑ろにするのは危険である。

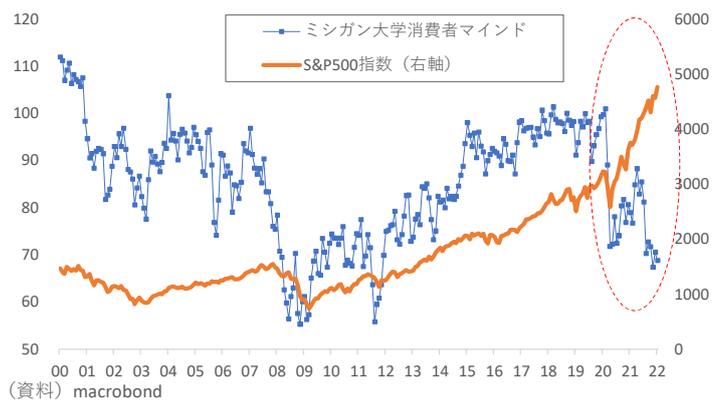
株価の水準がどこまで落ち込めばそうした論点が注目されるのか不透明であるが、やはりポイントはイールドカーブの形状だろう。議事要旨を見る限り、FOMCは株価の水準に特段の配慮を示していないものの、イールドカーブの形状は気にかけている。昨日時点で年内の利上げ織り込みは5回を超えてしまっているが、そこまでやれば高確率で年内に逆イールドが市場で取りざたされるだろう。その状況に至っても尚、FOMCメンバーが満場一致でタカ派姿勢を堅持できるとは思えず、オーバーキルを懸念する声は次第に強

米国の政府・家計債務(※)の対GDP比と  
上位1%が個人の純資産に占める割合



(資料) macrobond, World Wealth and Income Database  
※政府は連邦政府と地方政府の債券・ローン、家計はNGO含む

米株価と米シカゴ大学消費者マインド指数



(資料) macrobond

まるはずである。もともと、それでインフレに対するバイデン-パウエル共闘姿勢が後退するのかわ定かではないが、現時点で 4 回や 5 回の利上げを当然視する風潮には筆者は賛同できない。例えば、中間選挙後の 12 月 FOMC でも利上げ姿勢は堅持されるだろうか。本欄では引き続き利上げ予想回数は 3 回とし、これを前提に為替見通しを策定したい。

市場営業部・金融市場部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルト政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見直し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回復報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本場の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃く日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分) 欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見直し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs.「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)